

震安科技 (300767.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年05月11日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 32.12

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理: 刘毅男

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	670	897	1,494	2,402	3,845
增长率 yoy%	15.5%	33.9%	66.5%	60.7%	60.1%
净利润 (百万元)	87	100	228	398	677
增长率 yoy%	-45.6%	14.6%	127.9%	74.1%	70.1%
每股收益 (元)	0.35	0.41	0.92	1.61	2.74
每股现金流量	-0.74	-0.15	0.10	0.09	-0.20
净资产收益率	7%	6%	12%	18%	24%
P/E	91	79	35	20	12
P/B	6	5	4	4	3

备注: 股价取自 2023 年 5 月 10 日收盘价; 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- 事件 1:** 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 9 亿元, 同比+33.9%; 归母净利润 1 亿元, 同比+14.6%; 扣非归母净利润 1 亿元, 同比+26.5%; 经营活动现金流净额-0.4 亿元, 去年同期-1.8 亿元。单四季度公司实现营收 2.4 亿元, 同比+16%; 归母净利润 2144.6 万元, 同比+137.3%; 扣非归母净利润 2200.4 万元, 同比+152.5%。
- 事件 2:** 公司发布 2023 年一季报。23Q1 公司实现营收 1.3 亿元, 同比-44.3%; 归母净利润 406.8 万元, 同比-87.5%; 扣非归母净利润 338 万元, 同比-89.6%。
- 多因素延缓需求落地, 全年收入呈稳健而非爆发增长趋势。** 2022 年受疫情因素及地方政府资金压力影响, 全年公司收入端呈现为稳健而非爆发式增长, 我们判断核心原因在于地方政府财政压力等因素下, 公司部分项目落地及发货延后。分区域看, 22 年公司云南省外业务收入同比+54.8%, 占比提升 9.3pct 至 68.4%, 凸显市场开拓成效。分产品来看, 公司隔震、减震产品收入分别同比+25.2%、+59.0%, 除立法内项目增加支持各产品规模增长以外, 公司积极开拓立法外项目业务, 突破纯基建下游需求, 将应用场景从学校医院延伸至精密仪器企业厂房、LNG 等领域。
- 费用率显著下降, 可转债利息支出+信用减值影响业绩。** 22 年公司毛利率 42.2%, 同比+0.5pct; 22Q4 毛利率 41.1%, 同比+8.0pct; 分产品看, 22 年隔震产品毛利率 43.2%, 同比+1.5pct, 主要系核心原材料钢材价格回落所致, 减震产品毛利率 38.3%, 同比-1.6pct, 主要系厂房租赁等固定费用增加所致。22 年公司费用率为 21.4%, 同比-3.5pct, 除财务费用率受可转债利息费用计入当期损益影响同比+1.6pct 以外, 其他各项费率均有不同程度下降; 其中销售费用率同比-3.4pct, 与去年客观因素导致公司市场开拓相关活动减少有关(22 年市场推广费同比-15%)。22 年公司净利率为 11.3%, 同比-1.4pct, 公司全年信用减值损失 5559.2 万元, 去年同期为 2191 万元, 减值增加对业绩产生影响。
- 23Q1 业绩承压, 但新签订单增长或预示需求释放已经启程。** 23Q1 公司毛利率 37.4%, 同比-0.1pct, 环比 22Q4 为-3.8pct; 净利率 3.3%, 同比-11.1pct, 环比 22Q4 为-5.6pct。1 月至 2 月上旬受节假日等因素影响, 公司整体发货有限, 且 Q1 亦有部分项目客户要求延期发货, 导致 Q1 公司发货同比明显下降, 进而也导致了在建工程转固、折旧及可转债利息费用等成本费用的分摊提高, 造成 Q1 业绩出现较大幅度下滑。但公司 Q1 新签订单增长明显, 且预计大部分集中在 3 月释放, 我们预计单月新签订单规模体量较此前有大幅提高, 或预示前期延后的需求有望逐步释放。
- 投资建议:** 减隔震材料在下游成本占比低但功能性强, 业主优先选择品质高、技术和项目经验领先、产能全国布局且充裕的龙头企业。公司兼具产能与销售布局的先发优

基本状况

总股本(百万股)	247
流通股本(百万股)	209
市价(元)	32.12
市值(百万元)	7,941
流通市值(百万元)	6,724

股价与行业-市场走势对比

相关报告

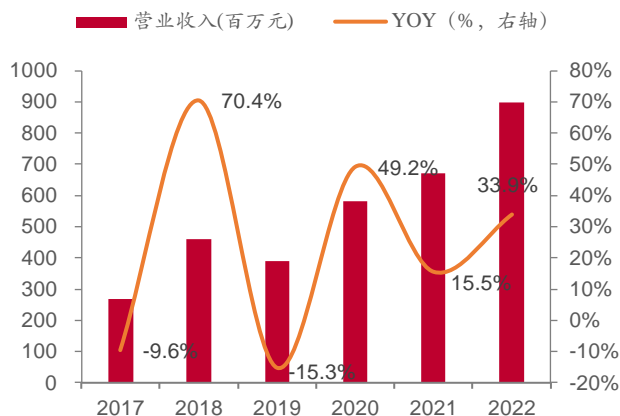
【公司点评】股权激励凸显成长信心, 静待业绩释放兑现扩容逻辑 (20221008)

【公司点评】需求扩容初见端倪, Q2 毛利率环比大幅改善 (20220829)

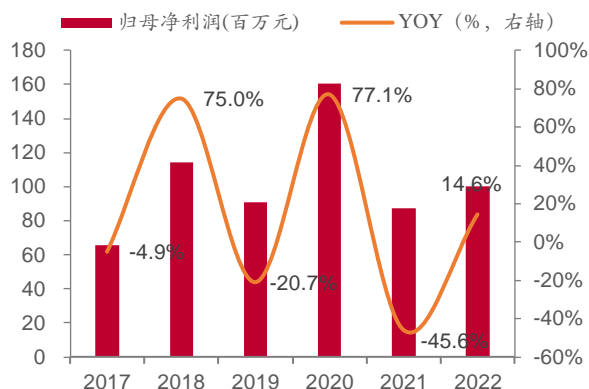
【公司深度】立法落地行业望迎 15 倍扩容, 多维优势占成长先机 (20220606)

势、技术优势下提供全方位解决方案能力、全国大型重点项目的经验优势，拥有充分受益行业扩容实现快速成长的核心动力。考虑四川等地的重点监控防御区立法落地正逐步加速推进，公司已提前布局地区增量市场，结合近期新签订单放量，后续需求爆发下订单有望进一步增长，公司业绩弹性大且确定性高。

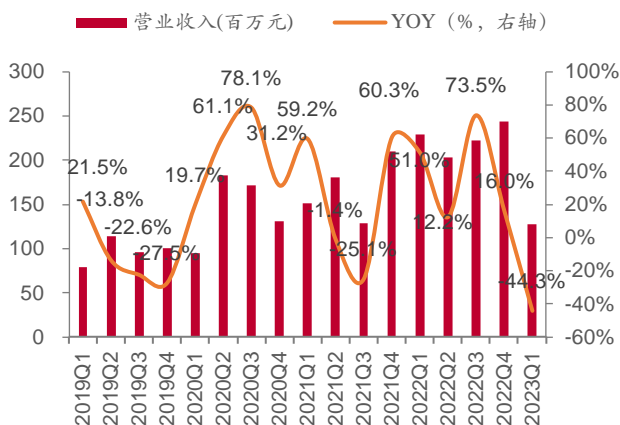
- **盈利预测：**基于年报及 23Q1 业绩情况，结合新签订单增长因素，我们调整更新盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.3、4.0、6.8 亿元，（前次 23-24 年预测分别为 5.0、8.4 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 35、20、12 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**立法落地不及预期、市场开拓不及预期、产能投放进度不及预期、原材料价格大涨。

图表 1: 2022 年营收 9.0 亿元, 同比+33.9%


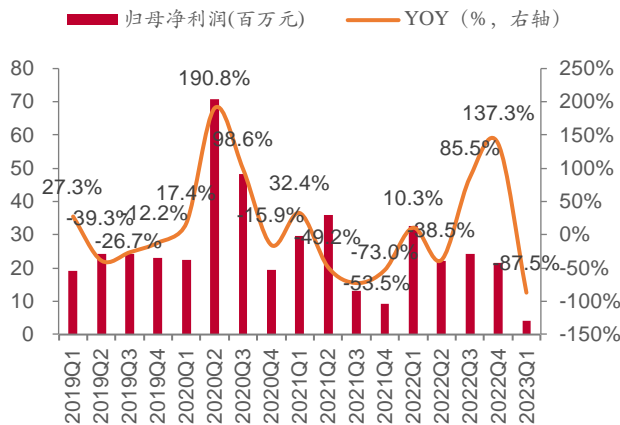
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 2022 年归母净利润 1.0 亿元, 同比+14.6%


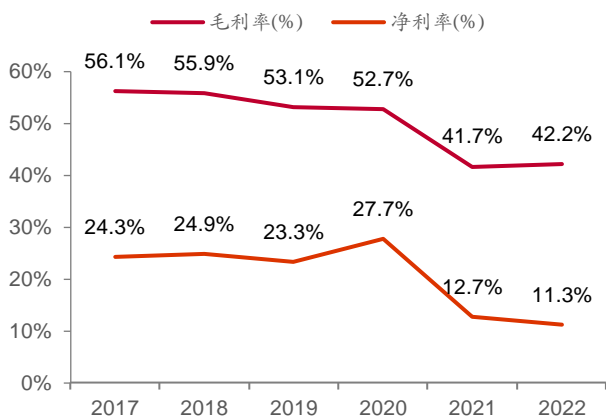
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 23Q1 营业收入 1.3 亿元, 同比-44.3%


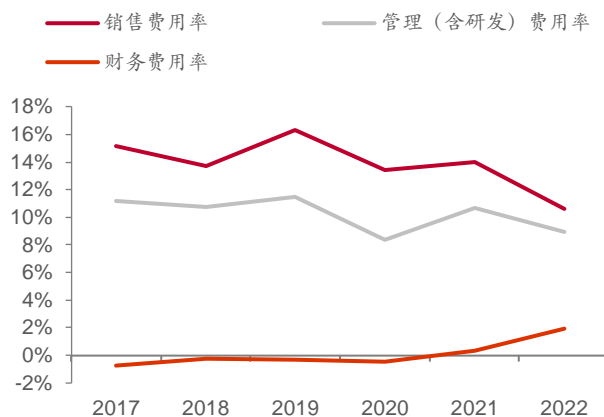
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 23Q1 归母净利润 406.8 万元, 同比-87.5%


来源: 公司公告、中泰证券研究所

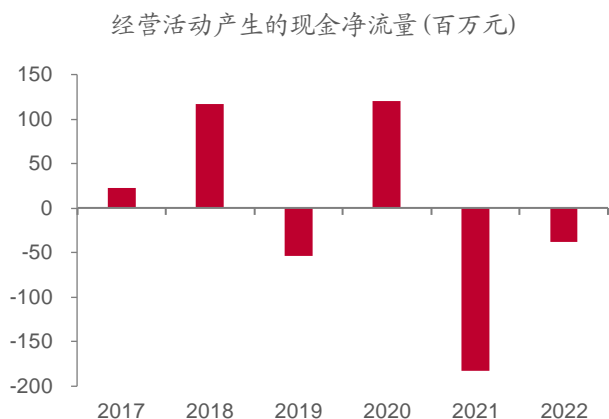
图表 5: 2022 毛利率 42.2%, 同比+0.5pct


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 2022 期间费用率 21.4%, 同比-3.5pct


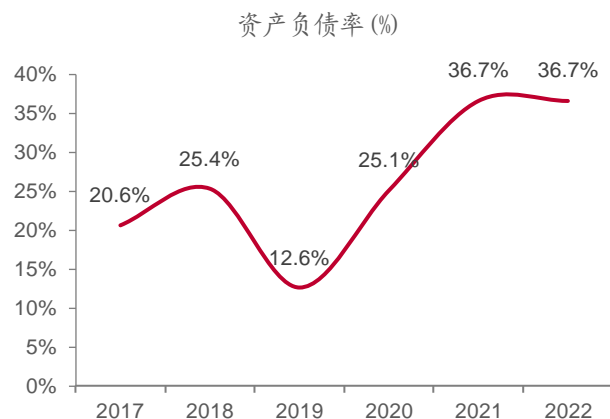
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2022 经营活动现金净流量-3800.6 万元



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 2022 资产负债率 36.7%, 同比持平



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	569	448	721	1,153	营业收入	897	1,494	2,402	3,845
应收票据	15	25	22	31	营业成本	518	865	1,394	2,221
应收账款	839	965	1,451	2,158	税金及附加	9	13	17	34
预付账款	33	94	112	178	销售费用	95	169	257	388
存货	279	561	904	1,440	管理费用	52	84	134	212
合同资产	35	65	99	165	研发费用	29	47	75	119
其他流动资产	54	118	201	337	财务费用	17	11	19	46
流动资产合计	1,790	2,212	3,410	5,297	信用减值损失	-56	-30	-30	-15
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-3	-4	-2	-1
长期股权投资	10	10	10	10	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	584	960	1,304	1,678	投资收益	1	2	2	2
在建工程	43	143	193	293	其他收益	2	2	2	2
无形资产	64	79	95	111	营业利润	119	273	476	811
其他非流动资产	70	70	70	70	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	772	1,263	1,673	2,162	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	2,563	3,475	5,082	7,460	利润总额	120	274	477	812
短期借款	238	660	1,465	2,630	所得税	19	43	76	129
应付票据	73	190	418	666	净利润	101	231	401	683
应付账款	182	259	418	666	少数股东损益	1	2	4	6
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	100	229	397	677
合同负债	32	57	90	143	NOPLAT	116	240	417	721
其他应付款	52	58	59	56	EPS (按最新股本摊薄)	0.41	0.92	1.61	2.74
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	55	122	172	225	主要财务比率				
流动负债合计	637	1,351	2,627	4,391	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	70	70	70	70	成长能力				
应付债券	188	188	188	188	营业收入增长率	33.9%	66.5%	60.7%	60.1%
其他非流动负债	44	33	36	38	EBIT增长率	37.5%	107.6%	73.9%	72.9%
非流动负债合计	302	291	294	296	归母公司净利润增长率	14.6%	127.9%	74.1%	70.1%
负债合计	939	1,642	2,920	4,687	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,615	1,822	2,148	2,753	毛利率	42.2%	42.1%	42.0%	42.2%
少数股东权益	8	10	14	20	净利率	11.3%	15.4%	16.7%	17.8%
所有者权益合计	1,623	1,832	2,162	2,773	ROE	6.2%	12.5%	18.4%	24.4%
负债和股东权益	2,563	3,475	5,082	7,460	ROIC	6.5%	10.5%	12.9%	15.2%
					偿债能力				
现金流量表					运营能力				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-38	26	21	-49	债务权益比	33.5%	52.1%	81.6%	105.7%
现金收益	146	278	479	808	流动比率	2.8	1.6	1.3	1.2
存货影响	61	-282	-343	-536	速动比率	2.4	1.2	1.0	0.9
经营性应收影响	-281	-193	-498	-781	营运能力				
经营性应付影响	-25	200	388	494	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
其他影响	60	23	-5	-33	应收账款周转天数	278	217	181	169
投资活动现金流	-177	-525	-466	-567	应付账款周转天数	125	92	88	88
资本支出	-133	-527	-468	-569	存货周转天数	215	175	189	190
股权投资	-10	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	-34	2	2	2	每股收益	0.41	0.92	1.61	2.74
融资活动现金流	393	378	717	1,049	每股经营现金流	-0.15	0.11	0.08	-0.20
借款增加	208	422	805	1,165	每股净资产	6.53	7.37	8.69	11.14
股利及利息支付	-29	-168	-298	-511	估值比率				
股东融资	247	0	0	0	P/E	79	35	20	12
其他影响	-33	124	210	395	P/B	5	4	4	3
					EV/EBITDA	64	33	19	11

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。